

Empresas Abertas Ganham Fôlego para Investir

Marcelo Machado Nascimento*

10 de agosto de 2006

Nos últimos três anos, a vulnerabilidade externa da economia brasileira foi substancialmente reduzida. A dívida externa bruta, que em 2002 alcançou US\$ 211 bilhões, fechou o segundo trimestre de 2006 em US\$ 158 bilhões. Esta queda e os bons resultados registrados em Transações Correntes no Balanço de Pagamentos fizeram com que o risco Brasil registrasse, em 7 de agosto de 2006, 218 pontos (Quadro 1). As empresas contribuíram para este resultado basicamente de duas formas: com o expressivo incremento de suas exportações e com uma intensa reestruturação do seu endividamento.

Quadro 1

Endividamento Externo e Evolução do Risco País

Itens*	2001	2002	2003	2004	2005	2006*
Risco Brasil (Índice Embi +)	863	1.446	463	382	311	218
Dívida Externa Bruta – US\$ bilhões**	192,7	210,7	214,9	201,4	169,4	157,7

*EMBI de 7 de agosto de 2006 / Dívida relativa ao 2º trimestre de 2006.

** Exclui empréstimos intercompanhias. Fonte: Bloomberg e Banco Central.

Este número de *Visão do Desenvolvimento* analisa as alterações recentes no endividamento das companhias abertas brasileiras. Em particular, busca-se identificar em que medida a queda em seu endividamento foi acompanhada por mudanças qualitativas na composição de suas dívidas.

Para tanto, foram utilizados os dados de balanços das 227 empresas de capital aberto de setores não-financeiros, disponibilizados pela CVM e pela consultoria Economática, para o pe-

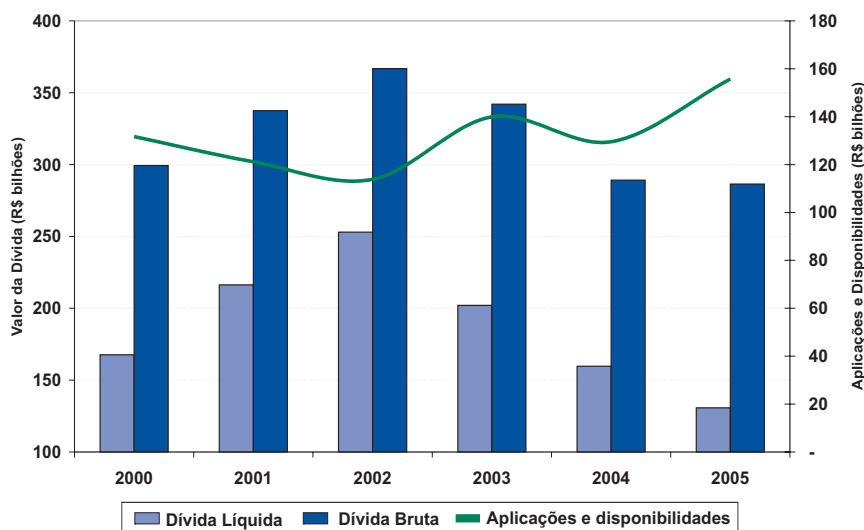
* Economista da Secretaria de Assuntos Econômicos do BNDES.

ríodo 2001-2005. A fim de melhor analisar a evolução do endividamento em moeda estrangeira, essas empresas foram divididas entre exportadoras e não-exportadoras, de acordo com informações disponibilizadas pela Secex/MDIC.

Evolução Recente do Endividamento das Empresas Abertas

Como se pode ver no Gráfico 1, entre 2002 e 2005, as empresas abertas reduziram seu endividamento bruto, a preços de dezembro de 2005,¹ de R\$ 366,8 bilhões para R\$ 286,5 bilhões. Foi uma queda de aproximadamente R\$ 80 bilhões. Com isso, ao final daquele último ano, sua dívida total era 21,9% menor que a de 2002, ano em que atingiu seu valor máximo.

Gráfico 1
Evolução dos Endividamentos Líquido e Bruto das Empresas Abertas
(Em R\$ Bilhões de 2005)



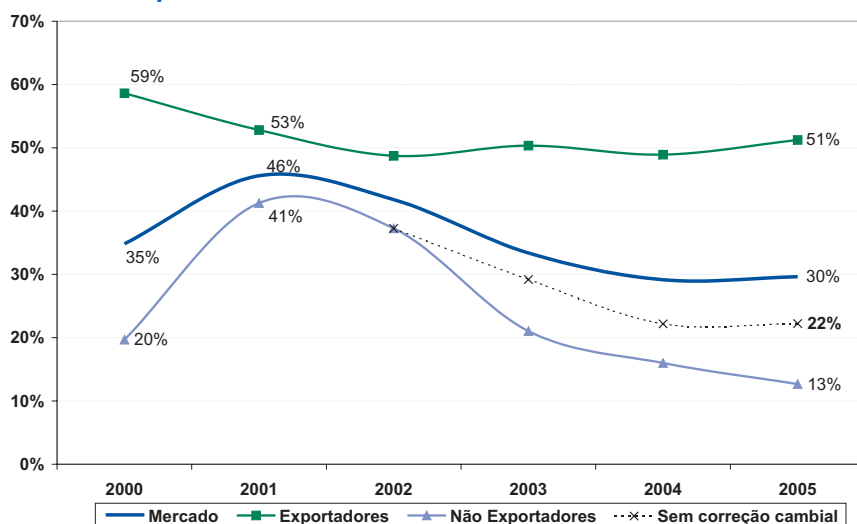
Fonte: Elaboração BNDES/SAE a partir de dados da CVM.
Econômica e Secex.

¹ Todos os valores foram corrigidos para dezembro de 2005, com base na evolução do IGP-DI da Fundação Getúlio Vargas.

A redução verificada no endividamento líquido dessas empresas – dívida bruta menos aplicações e disponibilidades – foi ainda maior. Em 2002, seu valor atingia R\$ 253 bilhões e ao final de 2005 era de apenas R\$ 130,7 bilhões. Assim, em três anos, a dívida líquida dessas companhias foi reduzida praticamente à metade – queda de 48,3%.

O Gráfico 2 mostra a evolução da participação das dívidas em moeda estrangeira para todas as companhias abertas e para os segmentos de empresas exportadoras e não-exportadoras. Como se pode observar, a participação do endividamento em moeda estrangeira no endividamento total das empresas analisadas começou a declinar ainda em 2001, quando atingiu o máximo de 46%. Em 2002, quando a taxa de câmbio foi fortemente desvalorizada, chegando a atingir R\$ 3,94 por dólar, esse percentual era de 42%. Desde então, a redução das dívidas em moeda estrangeira se acentuou, fazendo com que sua participação declinasse para 30% em 2005. Foi uma queda de 12 pontos percentuais em apenas três anos.

Gráfico 2
Participação do Endividamento em Moeda Estrangeira no Endividamento Total das Empresas Abertas



Essa queda foi quase toda decorrente do comportamento adotado pelas empresas não-exportadoras. Enquanto essas companhias diminuíram a participação de sua dívida em moeda estrangeira a apenas 13% de seu endividamento total – frente a 42% em 2002 –, as firmas exportadoras praticamente mantiveram uma composição em torno de 50%, entre dívidas em moeda nacional e estrangeira.

Tal desempenho foi resultante da ação de dois fatores: o “efeito câmbio”, ou seja, a valorização da taxa de câmbio – que, entre 2002 e 2005, foi da ordem de 33% – e o “efeito quantidade”, ou seja, a variação no estoque de dívida externa, medido em moeda estrangeira. O Quadro 2 decompõe a evolução do endividamento externo das empresas abertas por cada um desses efeitos.

Quadro 2
Decomposição da Variação do Endividamento em Moeda Estrangeira entre 2002 e 2005

	Variação percentual sobre 2002
Total	-12,2
Efeito Quantidade	-3,0
Efeito Câmbio	-9,2
Empresas Exportadoras	2,5
Efeito Quantidade	12,6
Efeito Câmbio	-10,1
Empresas Não-Exportadoras	-24,6
Efeito Quantidade	-19,3
Efeito Câmbio	-5,3

Fonte: Elaboração BNDES/SAE a partir dos dados da CVM, Econômica e MDIC/Secex.

Os dados revelam que, de uma redução total de 12,2% na participação do endividamento externo das empresas entre 2002 e 2005, o “efeito câmbio” explica 9,2 pontos percentuais, ou seja, 75% do total. O “efeito quantidade” responde por apenas 3 pontos, ou seja, 25%.

Quando se avalia o impacto desses mesmos efeitos sobre o conjunto das empresas exportadoras e não-exportadoras, verifica-se que esses dois grupos adotaram comportamentos bastante diversos entre si. O ganho de 2,5 pontos percentuais na participação da dívida em moeda estrangeira entre as exportadoras, deveu-se a um “efeito quantidade” positivo de 12,6 pontos percentuais. Já entre as firmas não-exportadoras, o “efeito quantidade” negativo de 19,3 pontos percentuais foi responsável por quase 80% da redução verificada na participação da dívida em moeda estrangeira no endividamento total.

Essa diferença de comportamento entre as empresas exportadoras e não-exportadoras é condizente com a capacidade de cada uma de dispor de mecanismos de proteção ao risco cambial – *hedge* em moeda estrangeira. As exportadoras, pelo fato de venderem uma parte expressiva de sua produção no exterior, podem fazer uso de suas receitas em moeda estrangeira para garantir pagamentos futuros de juros e amortizações referentes a dívidas contraídas em moeda estrangeira. Quanto mais equilibrado esse ajuste, menos as variações na taxa de câmbio geram lucros ou prejuízos para os devedores.

As empresas não-exportadoras, por sua vez, não dispõem dessa mesma facilidade, uma vez que seus produtos são vendidos em reais no mercado interno. Assim, a capacidade de essas firmas disporem de meios próprios para equilibrar pagamentos futuros denominados em moeda estrangeira com suas receitas é muito menor. Por isso são, de uma forma geral, as que mais sofrem com desvalorizações rápidas e muito pronunciadas da taxa de câmbio, quando estão muito endividadas em moeda estrangeira, já que os instrumentos de *hedge* disponibilizados pelo mercado financeiro são muitas vezes caros e escassos para horizontes de tempo mais longos.

Os resultados apresentados sinalizam uma evolução saudável das empresas abertas em termos de menor endividamento líquido e de maior equilíbrio entre suas receitas e seus pagamentos denominados em moeda estrangeira. As empresas exportadoras compensaram a valorização da taxa de câmbio aumentando sua dívida externa, medida em moeda estrangeira,

respeitando seu *hedge* natural. Já as firmas não-exportadoras resgataram parte substantiva de endividamento em moeda estrangeira, reduzindo sua exposição ao risco cambial. Esse comportamento apresenta-se como uma versão microeconômica do ajuste no Balanço de Pagamentos que reduziu a vulnerabilidade externa da economia.

Um destaque especial deve ser dado ao fato de que, mesmo com a desaceleração da economia em 2005, houve um expressivo aumento das disponibilidades de todas essas empresas. Isto, somado à baixa alavancagem e à melhor composição do seu endividamento, abre caminho para que, em um cenário de aceleração da atividade econômica, o financiamento dos novos investimentos possa ser feito de forma mais equilibrada e menos onerosa, refletindo as novas condições de geração de recursos próprios e de risco das empresas brasileiras.